



Audition dans le cadre du Plan
d'action en faveur de la croissance et
de la transformation des entreprises

Financement des entreprises

27 octobre 2017

Association française des marchés financiers

LES PROFESSIONNELS DE LA BOURSE ET DE LA FINANCE

Sommaire

1. Introduction
2. Financement des entreprises françaises : forces et faiblesses
3. Les conséquences sur la vitalité de l'économie
4. Opportunités et menaces
5. Conclusions

1. Introduction

L'AMAFI

L'Association française des marchés financiers (AMAFI) représente les acteurs de marchés financiers en France.

140 adhérents, en majorité entreprises d'investissement, établissements de crédit, opérateurs d'infrastructures de marché et de post marché, soit plus de **10 000 professionnels de la bourse et de la finance**.

Un **Conseil** représentatif de la diversité des acteurs de la place, et **8 comités permanents** dont (i) Structure de marché, (ii) Opérations financières et (iii) PME-ETI.

Interventions axées sur (i) la **compétitivité de la place financière de Paris** et (ii) la **réponse aux besoins de l'économie réelle** :

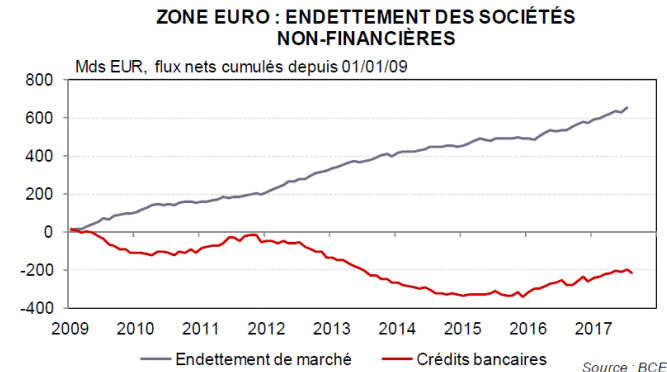
- financement des entreprises,
- solution pour les investisseurs,
- couverture des risques.

L'AMAFI

et le financement des entreprises

La question du **financement des entreprises** fait partie des préoccupations centrales de l'AMAFI, avec un triple tropisme:

- financement **par les marchés**, dans un contexte de désintermédiation croissante,
- financement **en capital**, au vu de l'importance du levier des fonds propres pour le tissu économique (v. *infra*),
- financement **des PME / ETIs**, moteurs de la croissance.



Contributions récentes de l'AMAFI (<http://amafi.fr/index.php/fr>) :

- 10/2017 : Baromètre de la fiscalité.
- 04/2017 : Les associations expriment leurs préoccupations s'agissant du traitement des contrats de liquidité.
- 03/2017 : Réponse à la revue de mi-période sur l'initiative d'Union des Marchés de Capitaux.
- 10/2016 : Lettre ouverte aux candidats à l'élection présidentielle.
- 11/2015 : L'enjeu de la liquidité des marchés.

2. Financement des entreprises françaises : forces et faiblesses

Les forces

Un écosystème assez complet

Des acteurs présents et puissants dans les différents secteurs d'activité :

- banques de financement et de marché,
- acteurs indépendants sur les marchés financiers,
- infrastructures de marché,
- acteurs de la gestion.

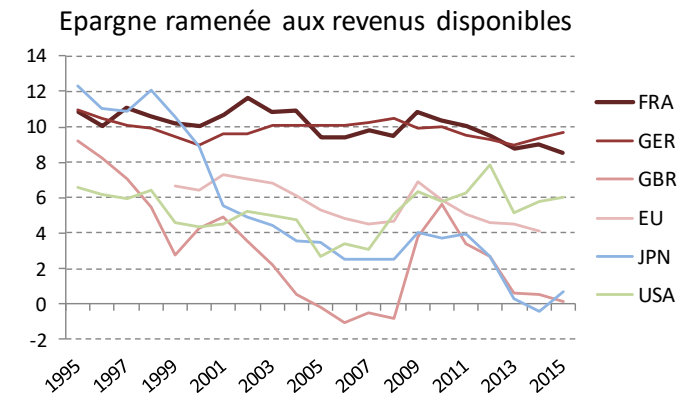
Des formations de qualité.

FT.COM Masters in Finance Pre-experience 2017
FINANCIAL TIMES FT.com Business School Rankings

2017	2016	2015	3-year average	School name	Programme name	Country
1	4	8	4	Edhec Business School	Edhec MSc in Financial Markets	France
2	1	1	1	HEC Paris	MSc in International Finance	France
3	7	6	5	Essec Business School	Master in Finance	France / Singapore
4	2	3	3	ESCP Europe	Advanced Master in Finance	FR / UK / DE / ES / IT
5	5	5	5	MIT: Sloan	Sloan Masters of Finance	US

Source : [Financial Times](#)

Une épargne abondante.

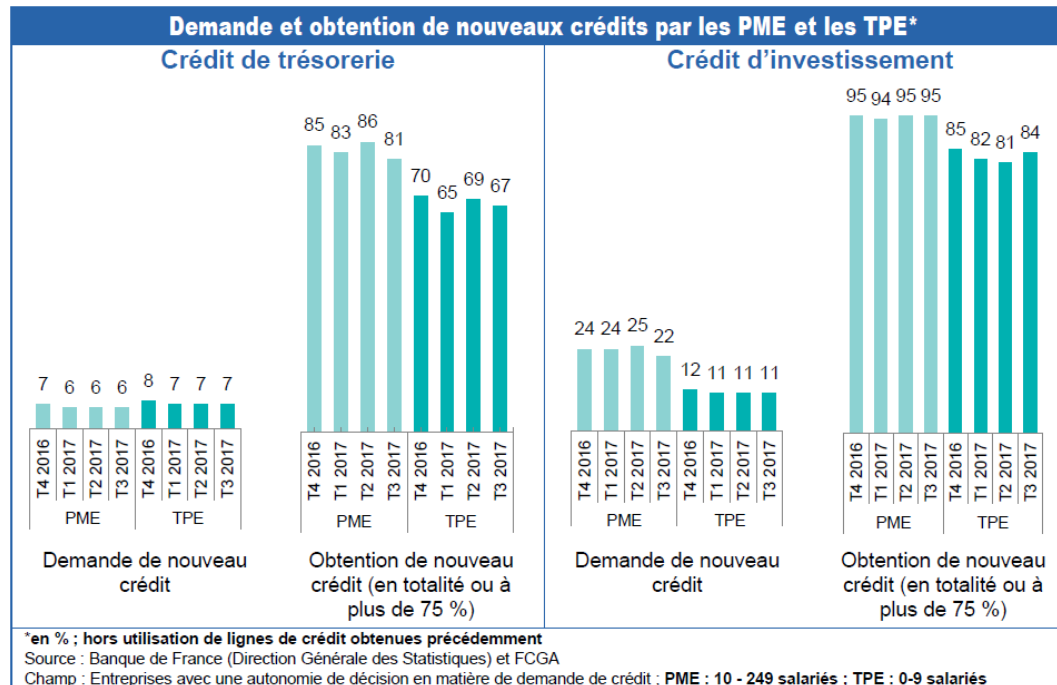


Source : [OCDE](#)

Les forces

Des succès réels : l'accès au crédit

Un **accès au crédit** resté ouvert en dépit de la crise financière.

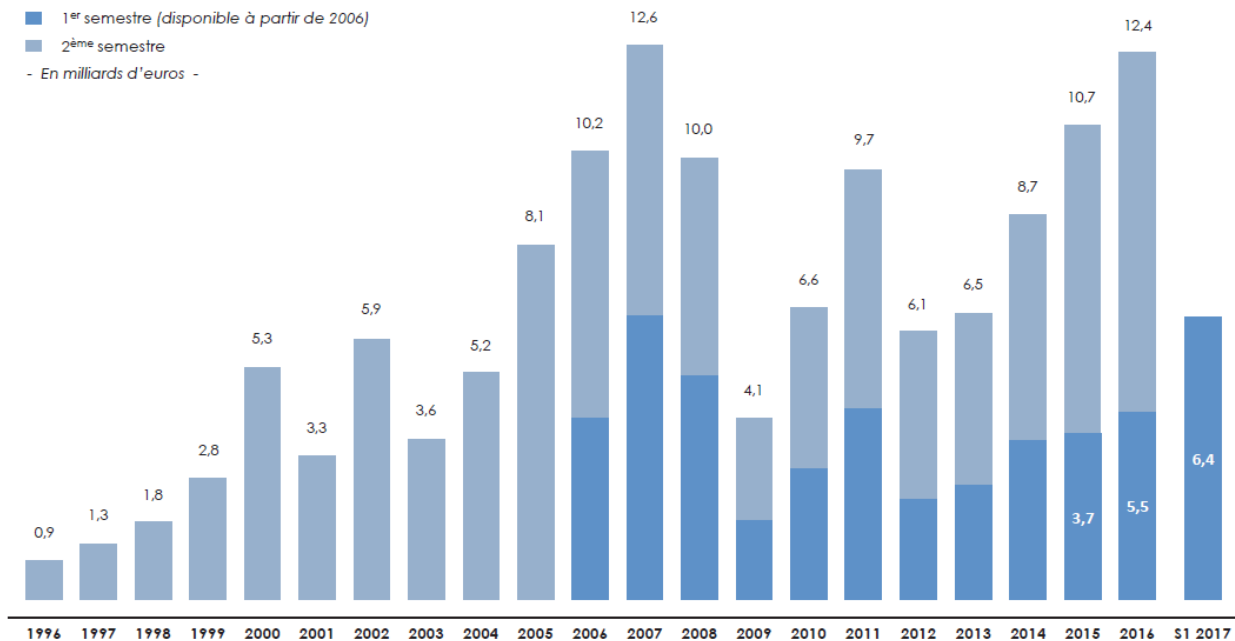


Source : [Banque de France](#)

Les forces

Des succès réels : le capital-investissement

Un marché du **capital-investissement** dynamique.



Source : [AFIC](#)

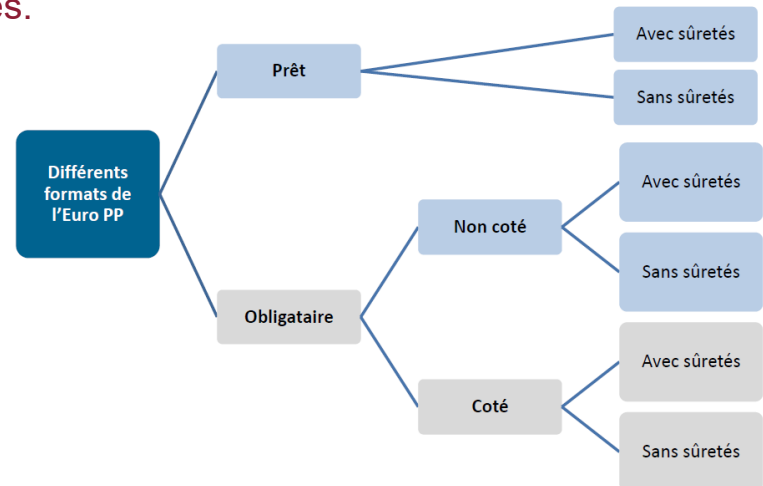
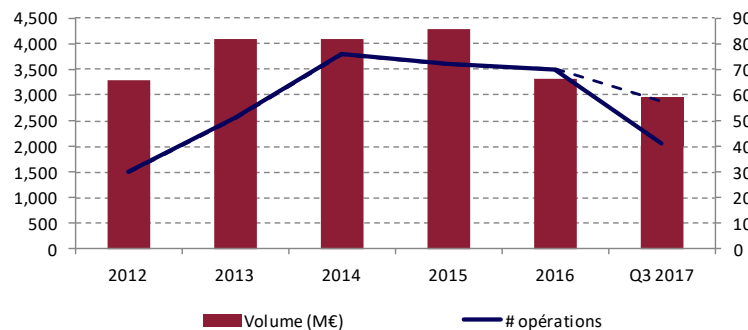
Les forces

Des succès réels : les Euro-PP

Dans un contexte de désintermédiation croissante, la mobilisation des acteurs de la place a permis la création et l'encadrement du marché des **Euro PP**, offrant un nouveau mode de financement aux entreprises :

- Q3 2012 : premières transactions en format obligataire,
- Q3 2013 : réforme du code des assurances pour permettre aux assureurs d'investir plus facilement en titres de dette d'entreprises,
- Q1 2014 : publication de la Charte Euro PP,
- Q4 2014 : décret assouplissant les règles d'investissements des assureurs, institutions de prévoyance et mutuelles dans les prêts à l'économie,
- Q1 2015 : publication de contrats-types.

Emission Euro-PP par des entreprises françaises



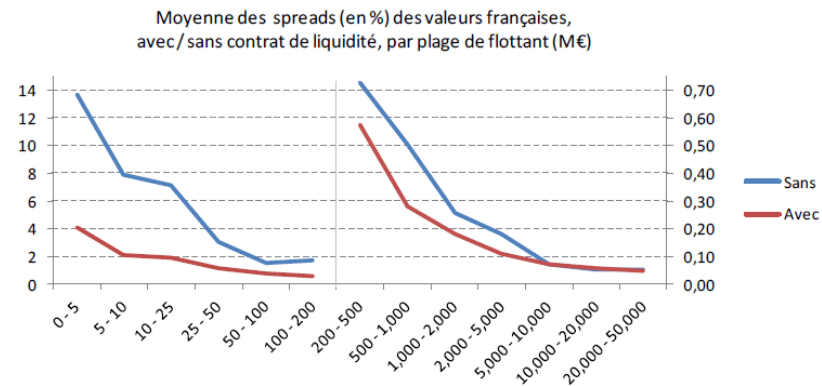
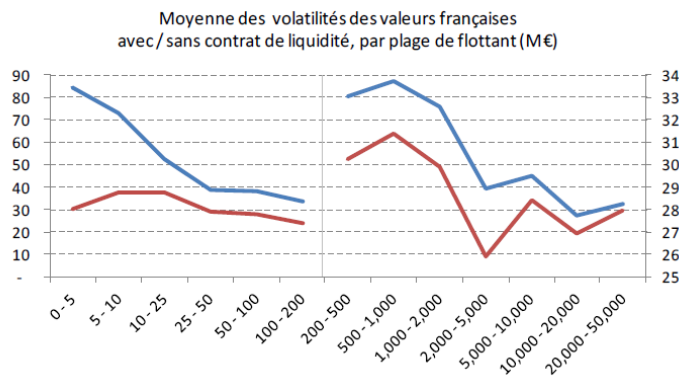
Les forces

Des succès réels : les contrats de liquidité

La technique des **contrats de liquidité**, qui engage l'émetteur d'un titre et un intermédiaire financier, permet d'assurer des conditions de liquidité optimale sur les valeurs cotées.

- 2001 : normalisation *via* une charte de déontologie élaborée par l'AMAFI,
- 2005 : dans le cadre européen régissant les abus de marché, institution par l'AMF en Pratique de Marché Admise.

Les contrats de liquidité, utilisés par plus de 400 des 700 valeurs cotées en France, permettent de limiter la volatilité et les écarts entre achat et vente (*spread bid-offer*), au bénéfice des investisseurs.



Source: AMAFI



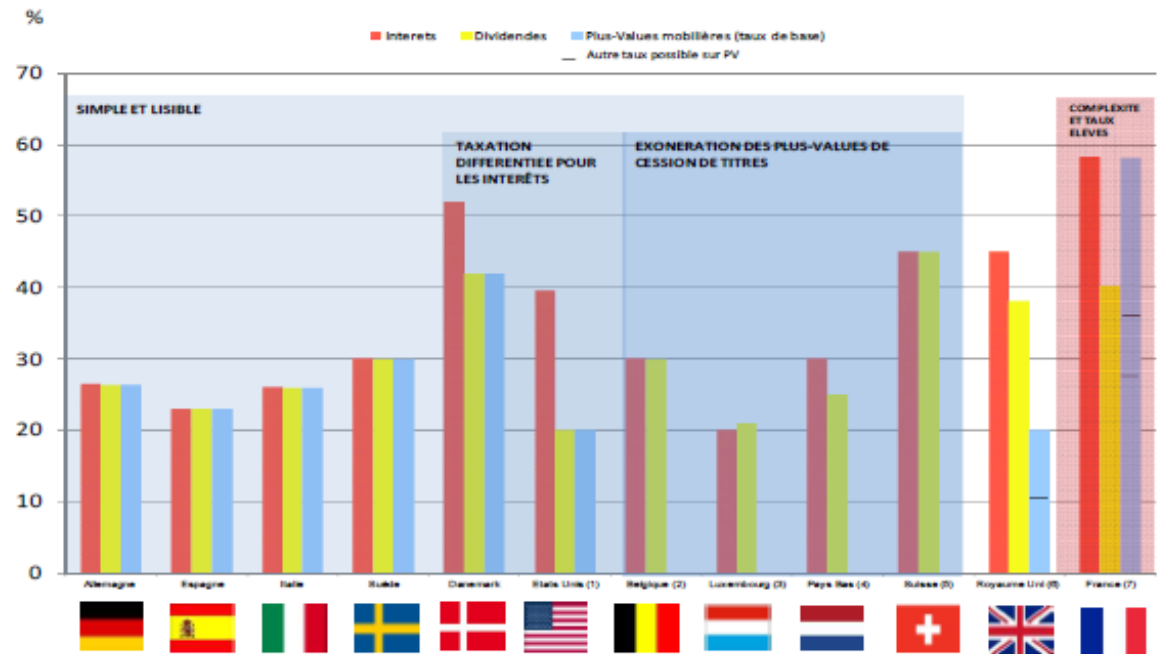
Vendredi 27 octobre 2017

Les faiblesses

Une fiscalité longtemps pénalisante (1/2)

Jusqu'au PLF 2018, malgré certains aménagements (PEA/PME par ex.) la **fiscalité de l'épargne**, complexe et instable, se caractérisait par :

- une progressivité élevée,
- un triple niveau d'imposition (IR + PS + ISF),
- des taux marginaux confiscatoires.



Source: AMAFI

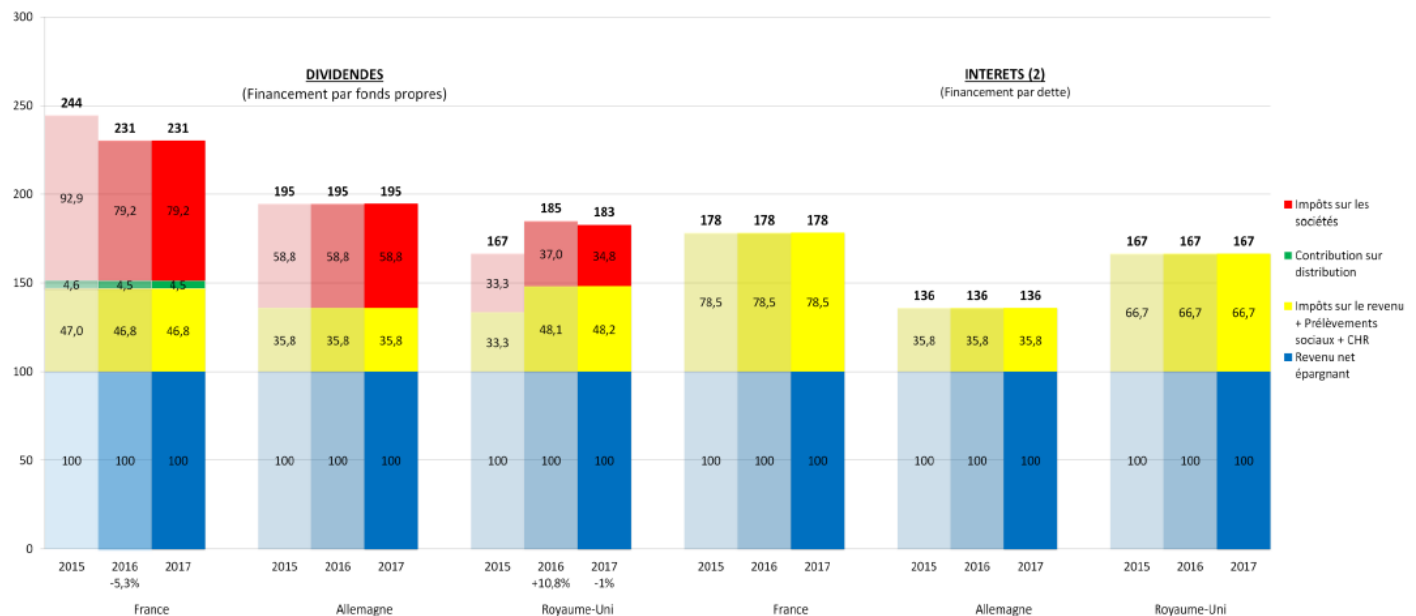
La France dissuadait ses résidents d'investir dans les entreprises et l'économie, avec au final **20% seulement** de l'épargne en actions.

Les faiblesses

Une fiscalité longtemps pénalisante (2/2)

Symétriquement, la **fiscalité des entreprises** induisait un différentiel de coûts fiscaux sur les financements, que ce soit par fonds propres (fiscalité des dividendes) ou par endettement (fiscalité des intérêts), par rapport à nos voisins et concurrents.

Résultat brut nécessaire à l'entreprise pour servir un revenu net de 100 à l'investisseur taxé à un taux d'IR intermédiaire (1)



(1) L'apporteur de financement d'entreprise est imposé à un taux marginal d'IR intermédiaire, soit : en France 30% et, au Royaume-Uni, 40% sur les intérêts et 32,5% sur les dividendes

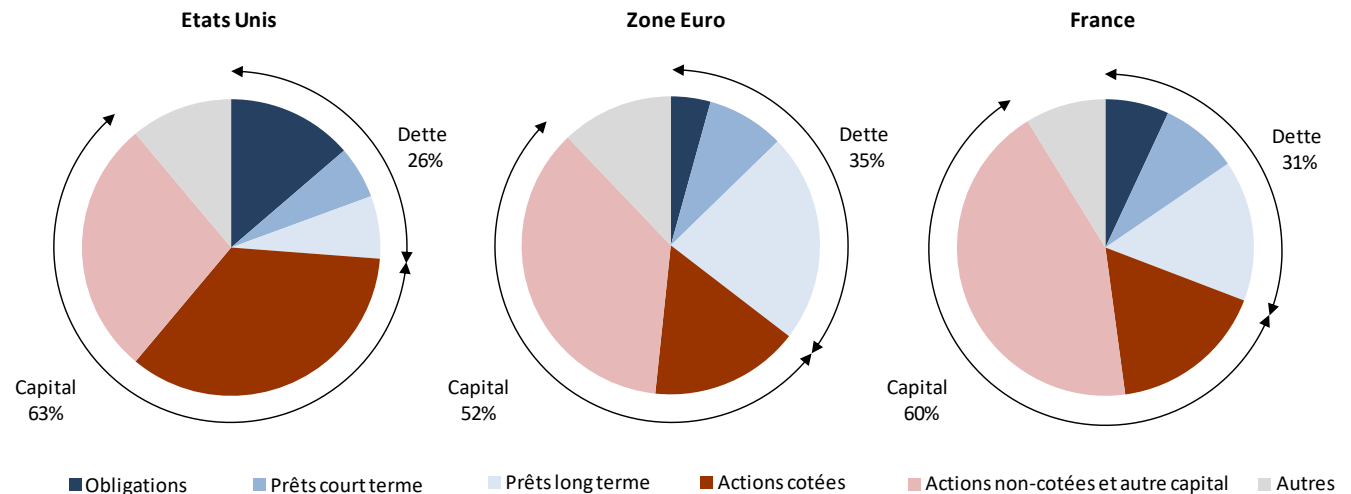
(2) Cette simulation est effectuée en intégrant le biais fiscal à l'endettement (intérêts déductibles, dividendes non déductibles, pour la détermination du résultat imposable), toutefois des dispositifs nationaux peuvent limiter la déduction de charges financières mais sont difficilement modélisables. De tels dispositifs ne sont pas pris en compte dans la présente simulation.

Les faiblesses

Des entreprises insuffisamment capitalisées

Par rapport à leurs équivalentes américaines, le **financement des entreprises françaises** – et plus largement européennes – se caractérise par :

- un **effet de levier** important, avec un **ratio de dette sur fonds propres** significativement supérieur,
- pour la dette, un **recours plus marqué aux financements bancaires** par rapport aux marchés,
- un **capital moins ouvert**, avec une proportion faible d'actions cotées (28% du capital, vs 56% aux US).



Source: Commission Européenne, Eurostat

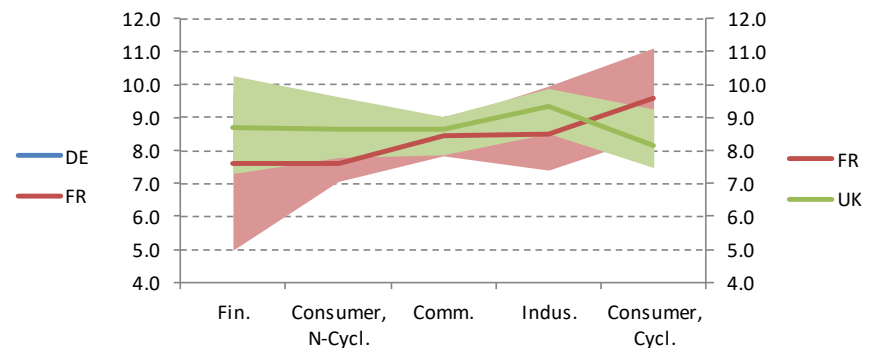
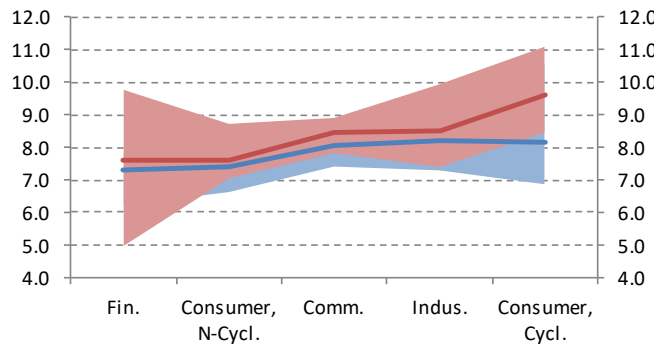
Vendredi 27 octobre 2017

Les faiblesses

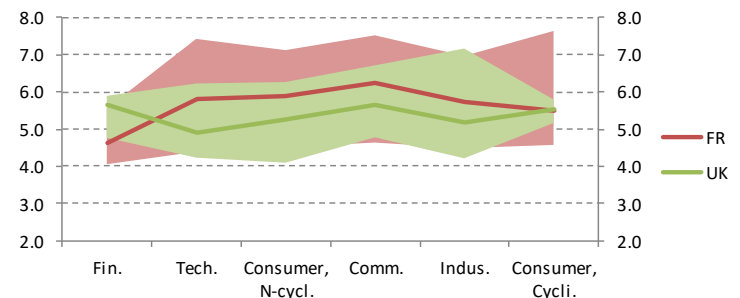
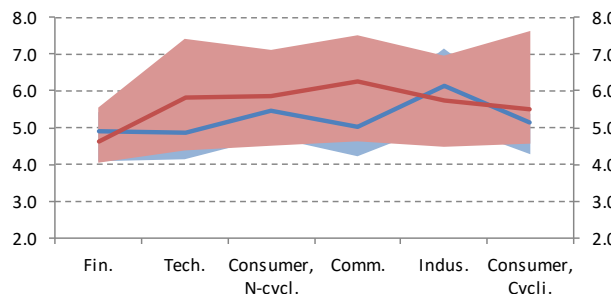
Un coût du capital élevé pour les PME françaises

Une étude du **coût du capital** comparé entre entreprises françaises, allemandes et britanniques (médian et quartiles) tend à montrer :

- pour les entreprises de taille significative (capitalisation > 1MdEUR), un coût du capital similaire, au taux sans risque près,



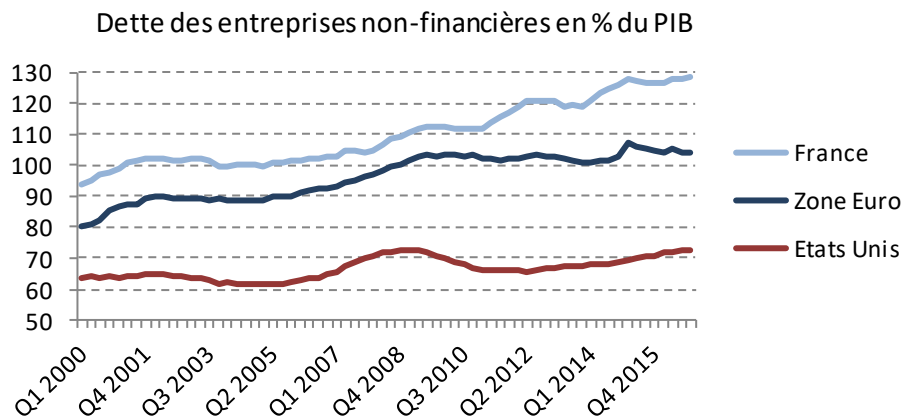
- pour les entreprises de petite taille (10 à 100 MEUR), un **coût du capital pénalisant les entreprises françaises.**



3. Les conséquences sur la vitalité de l'économie

Des entreprises plus exposées

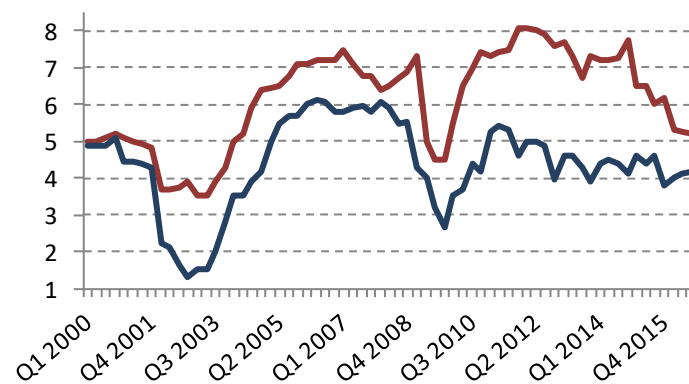
Un effet de levier significativement plus important.



Source : BIS

Des entreprises plus fragiles,
notamment en cas de remontée des taux.

Taux de couverture des intérêts de la dette des entreprises non-financières (EBIT/intérêts)



Source : Datastream, Bloomberg, AXA IM Research

Une économie moins résiliente et une croissance moindre

La dépendance aux financements bancaires et l'insuffisante accumulation de capital freinent le retour à la croissance.

Chart 1: Actual and potential GDP in the EU-28

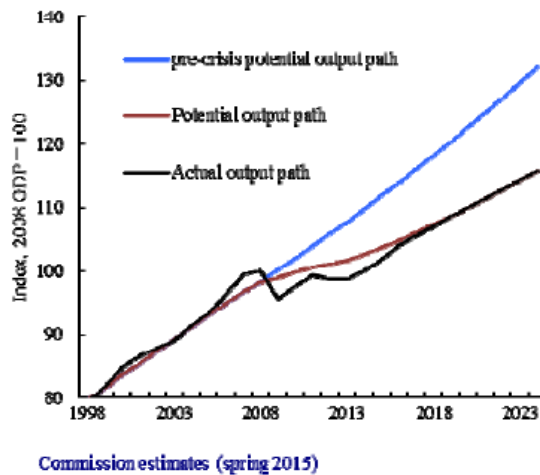
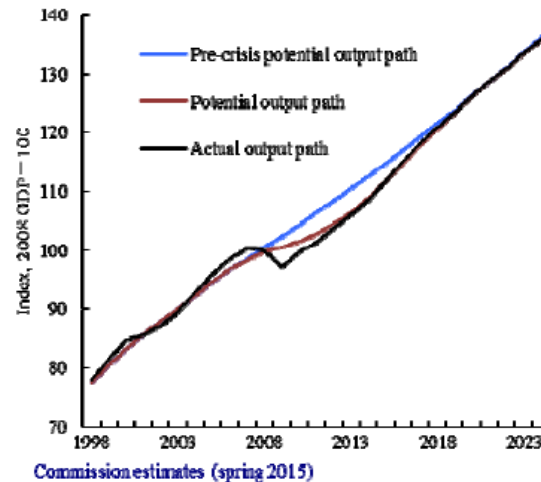


Chart 2: Actual and potential GDP in the USA



Source : Commission staff working document, Economic Analysis, Action Plan on Building a Capital Market Union

Finance and Inclusive Growth – OECD Economic Policy Paper, June 2015, No 14 :

“The empirical results reported above suggest that in most OECD countries more debt is typically associated with slower growth while more stock market financing generates a positive growth effect.”

Une moindre capacité au renouvellement et à l'innovation

Du point de vue d'une économie, l'enjeu de l'investissement en capital est de faire émerger et grandir des PME et à en faire les champions de demain (les « Licornes »). Pour rappel, aucune entreprise créée depuis 1975 n'a pu se hisser parmi les 40 principales entreprises en France. A l'inverse, **Un tiers des 40 principales entreprises US a moins de 40 ans d'existence.**

Les conséquences sont multiples, notamment en termes :

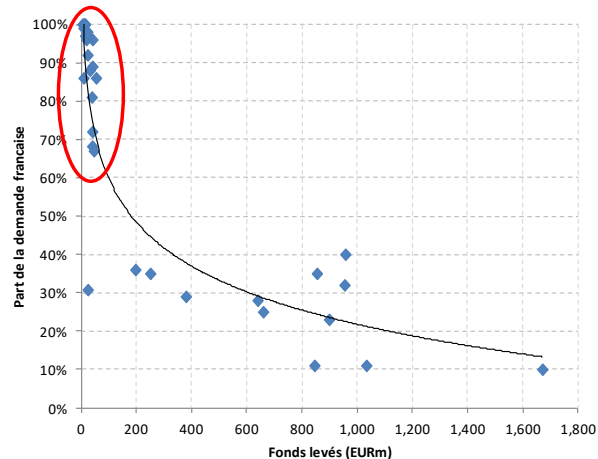
- de **positionnement de l'économie sur les secteurs porteurs** (seules 2 entreprises du CAC40 opèrent dans le domaine de la santé. Idem pour le secteur des technologies de l'information. A l'inverse, 8 des équivalentes US opèrent dans le domaine de la santé, 10 dans celui des technologies de l'information) ;
- de **faculté à tirer parti des « chocs disruptifs »** (GAFA : Google, Apple, Facebook, Amazon depuis 10 ans, TUNA : Tesla, UBER, Netflix, Airbnb depuis 5 ans, etc.) ;
- de **richesse collective et d'emploi** : les valeurs GAFA représentent une capitalisation supérieure au CAC40 (1.800 TrUSD contre 1,360 TrEUR fin 2016).

Conclusions intérimaires ...

Il importe de **favoriser le financement en actions des entreprises françaises.**

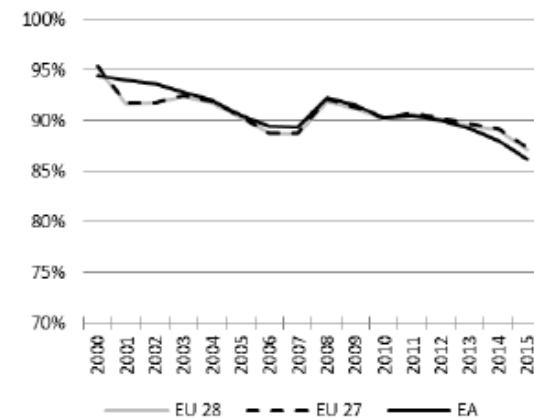
Au vu du fort biais domestique, notamment pour les plus petites capitalisations, la solution passe par l'**orientation de l'épargne française** et la **préservation des forces déjà développées.**

Biais domestique à l'émission : source des levées de fonds pour les sociétés françaises accompagnées par un établissement français entre 2012 et 2017



Biais domestique dans la constitution des portefeuilles d'investissement.

Equity markets



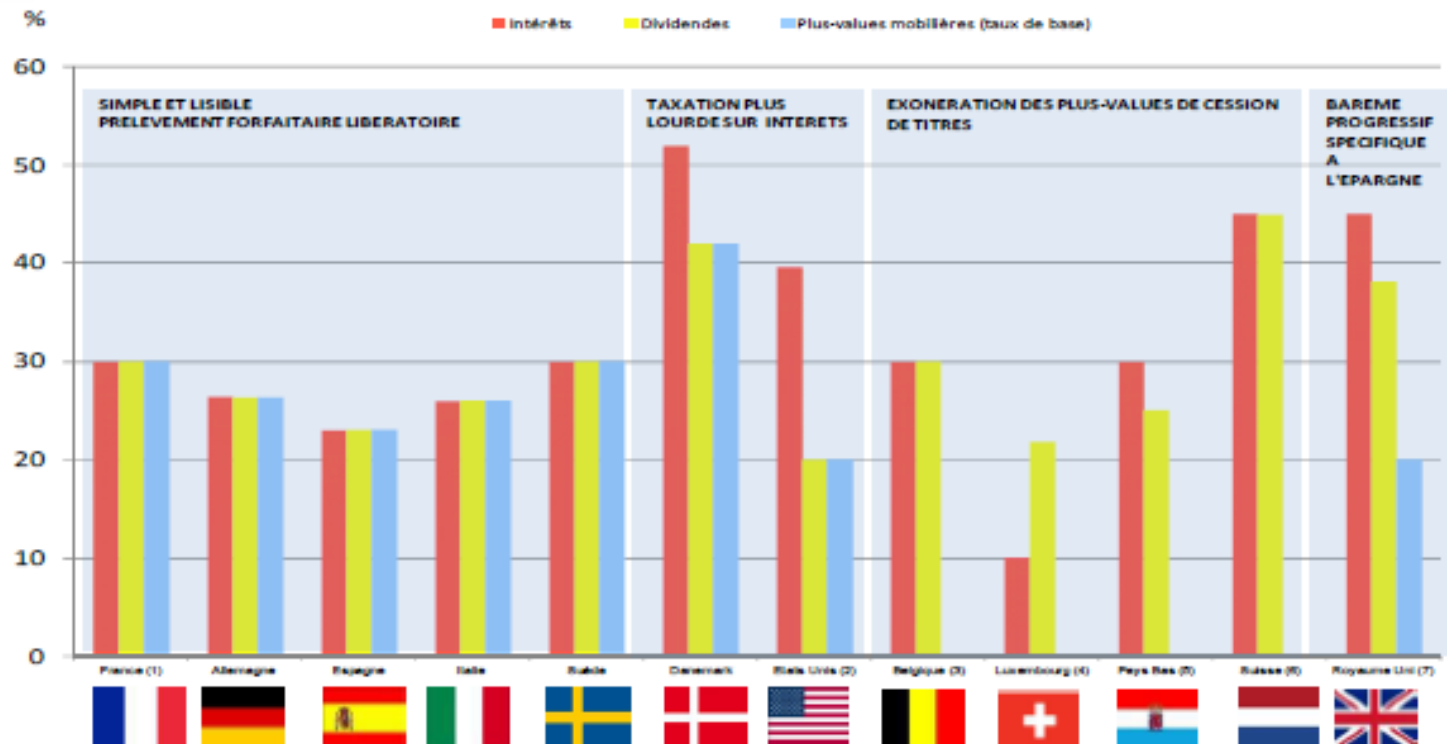
Source : Commission staff working document, Economic Analysis, Action Plan on Building a Capital Market Union

4. Opportunités et menaces

Les opportunités

La fiscalité se réaligne sur les comparables (1/2)

Au niveau de la **fiscalité de l'épargne**, le Prélèvement Forfaitaire Unique et la transformation de l'ISF en ISI ramène la fiscalité française à des niveaux en ligne avec les autres pays européens.

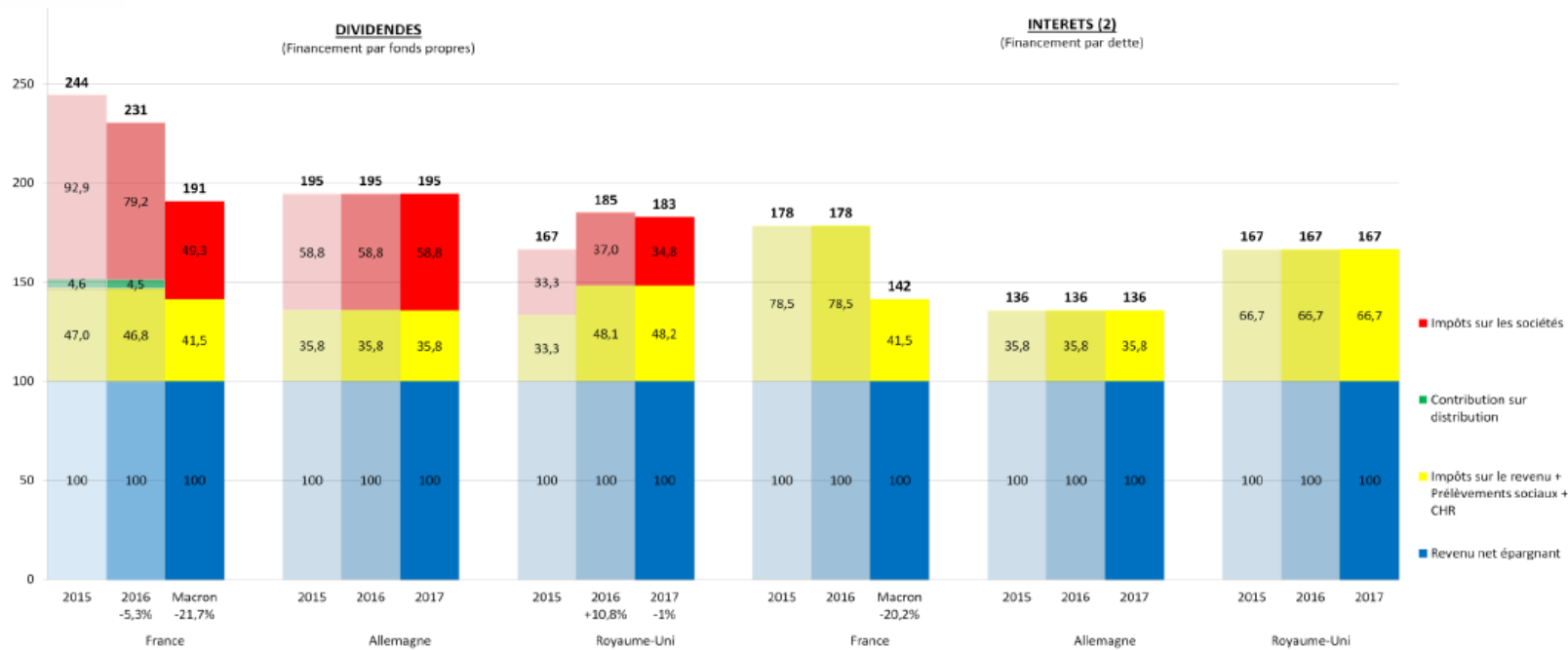


Source: AMAFI

Les opportunités

La fiscalité se réaligne sur les comparables (2/2)

Au niveau de la **fiscalité des entreprises**, le PFU, le passage de l'IS à 25% et la suppression de la contribution de 3% sur les dividendes remettront les entreprises françaises sur un pied d'égalité avec leurs concurrentes.



(1) L'apporteur de financement d'entreprise est imposé par un Prelevement Forfaitaire Unique (30%) en France et à un taux marginal d'IR intermédiaire au Royaume-Uni de 40% sur les intérêts et 32,5% sur les dividendes

(2) Cette simulation est effectuée en intégrant le biais fiscal à l'endettement (intérêts déductibles, dividendes non déductibles, pour la détermination du résultat imposable), toutefois des dispositifs nationaux peuvent limiter la déduction de charges financières mais sont difficilement modélisables et de portée limitée. De tels dispositifs ne sont pas pris en compte dans la présente simulation.

Les opportunités

Le Brexit pourrait dynamiser la place de Paris

Le **Brexit** pourrait conduire les acteurs qui couvraient les différents marchés de l'Union Européenne depuis Londres à revoir leur dispositif :

- la perte du passeport pour les entités basées au Royaume-Uni se traduirait par la nécessité de relocaliser les forces commerciales,
- selon sa portée, l'obligation pour les entités basées dans l'Union de disposer de ressources locales suffisantes, impliquerait une relocalisation partielle de fonctions plus larges (*trading*, gestion des risque, *management*).

Si la France est peu ciblée par les entités anglo-saxonnes pour l'établissement de leur siège européen, elle pourrait être privilégiée pour l'accueil des activités de marché.

Les opportunités

L'initiative d'Union des Marchés de Capitaux

L'initiative d'**Union des Marchés de Capitaux** lancée par la Commission Européenne mi-2014 vise 4 objectifs principaux :

- élargir les possibilités offertes aux investisseurs en Europe,
- mettre les capitaux au service de l'économie réelle,
- favoriser la mise en place d'un système financier plus solide et résilient,
- approfondir l'intégration financière et intensifier la concurrence.

Plusieurs actions ont déjà été engagées, avec un succès encore limité :

- lancement d'un fond VC pan-européen, révision des textes EuVECA et EuSEF,
- révision de Prospectus,
- initiative Titrisation et action sur les crédits non performants,
- étude en faveur des plans de retraite personnels,
- révision du fonctionnement des agences européennes de supervision.

Le Brexit change profondément le contexte de l'UMC.

Les menaces

Des règles européennes parfois inadaptées

A titre d'exemple, les règles introduites par MiFID II / MiFIR s'agissant de la **recherche financière** :

- singularisent l'Union par rapport aux autres zones,
- ne prennent pas en compte les différences irréconciliables entre activités et instruments (actions / obligations),
- n'incluent aucune disposition de proportionnalité selon la taille des acteurs et des activités considérées.

Plus largement, le poids des contraintes créées par **MiFID II / MiFIR**, assez indifférentes à la taille des structures concernées, est **de nature à défavoriser sensiblement les acteurs de petite taille** :

- intermédiaires financiers,
- sociétés de gestion,
- émetteurs.

En faisant sortir de l'Union son principal marché financier actuel, le Brexit commande un changement de paradigme dans la définition des règles européennes.

Les menaces

Risques sur l'évolution de l'Union Européenne

D'une part, la **sortie du Royaume-Uni** de l'Union pourrait se traduire par :

- un moindre intérêt (voire une franche hostilité) des instances européennes, et particulièrement du Parlement, pour les activités financières,
- une perte de compétences techniques, particulièrement préoccupantes si elle touchait les autorités de supervision européennes.

D'autre part, le projet d'**évolution des agences européennes de supervision**, associé à la volonté de promouvoir une plus forte convergence des supervisions nationales, fait courir le risque d'une moindre prise en compte des besoins et des spécificités de chaque marché.

Les menaces

La mise en cause des facteurs de succès locaux

L'application indifférenciée de principes définis à l'échelle européenne peut dégrader le fonctionnement de marchés ciblés et locaux.

La pratique des **contrats de liquidité**, pour lesquels la France représente 90% des occurrences européennes, est menacée par la perspective de l'application par l'AMF d'une opinion émise par l'AEMF :

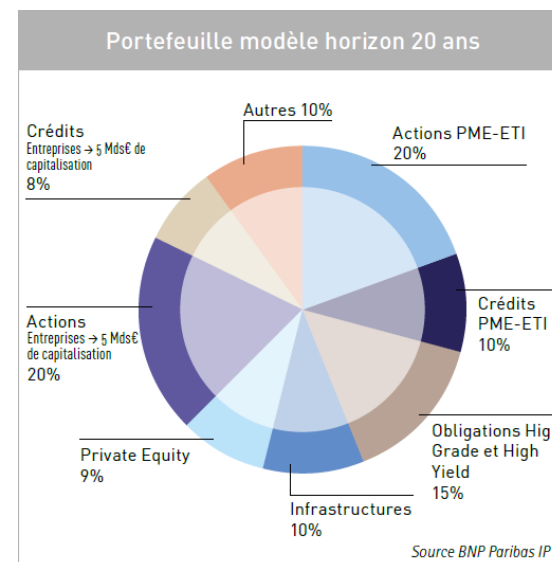
- sans consultation préalable des acteurs concernés par l'AEMF,
- qui méconnaît les spécificités du marché français des actions de PME / ETIs,
- alors même que ladite opinion n'a pas de force prescriptive.

De même, le développement des **Euro-PP** est remis en cause par la possible application, hors de toute proportion, des règles définies dans le texte européen relatif aux abus de marché (MAD II / MAR) pour les sondages de marché en amont de l'émission de titres.

5. Conclusion

Conclusions

1. Sanctuariser l'inflexion du régime fiscal de l'épargne et des entreprises.
2. Orienter l'épargne vers le financement long en capital, en favorisant l'émergence d'investisseurs « patients » :
 - redonner au Fonds de réserve des retraites son ambition d'origine,
 - favoriser plus largement l'épargne retraite, via par exemple la création d'un Plan d'épargne retraite populaire en actions (PERPA).
3. Prolonger les efforts visant à **assurer l'attractivité de la place de Paris** (fiscalité, scolarité, déplacements, etc.) pour l'ensemble des acteurs (*start-ups*, capital risque, gestion, activités de marché).



Conclusions

4. Donner au régulateur national la mission de **garantir la pérennité des facteurs de succès locaux** :
 - Contrats de liquidité,
 - Euro PP,
 - Recherche financière PME / ETI.

5. En matière de services financiers, **orienter l'implication européenne de la France** en faveur de marchés au sein de l'Union capables d'assurer son autonomie en termes de financement des entreprises :
 - éviter les projets toxiques (TTFE),
 - outre la protection des investisseurs, mieux prendre en compte le financement des entreprises,
 - prendre en compte la sortie du Royaume-Uni de l'Union dans la définition de la réglementation,
 - revoir l'équilibre entre cohérence européenne et subsidiarité nationale, pour mieux tenir compte des spécificités et besoins locaux.

**Merci pour votre
attention**